



# Encaje de bolillos

## Análisis

JOSÉ GARCÍA-MONTALVO

— “Ni pa ti, ni pa mi”. Esta es la traducción castiza de la frase seguramente más repetida en la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro en el día de ayer. El borrador de la propuesta que se conocía a la hora de escribir este artículo es realmente un prodigio de equilibrios y respuestas a contingencias. Un broche acorde a la extensión y complejidad del proceso de acuerdo. La cuestión, desde el primer momento, de los problemas de Grecia ha sido la enorme cantidad de instituciones con diferentes intereses que se tenían que poner de acuerdo. La Unión Europea, los estados miembros del euro, el Banco Central Europeo (BCE), los bancos acreedores, el FMI, etcétera.

En un momento dado, existieron más de 15 propuestas diferentes para el segundo rescate griego. Por suerte parece que, antes de comenzar la reunión, la estrafalaria propuesta francesa de imponer un impuesto sobre los bancos para que contribuyeran al rescate, ya no estaba sobre la mesa. Y los eurobonos tampoco aparecieron. Pero la proposición recoge de una manera u otra casi todas las otras propuestas.

Para satisfacer a Francia y al BCE la parte esencial del documento descansa en un cambio en las condiciones de los préstamos del Fondo Europeo de Rescate a Grecia: tipo de interés menor (3,5%) y doble extensión (de 7,5 a 15 años). Aún con estas condiciones, no está claro que Grecia pudiera mantener una tasa de crecimiento suficiente como para contener en el corto plazo, y reducir en el medio, su proporción de deuda sobre el PIB.

Jeffrey Sachs argumentaba en el *Financial Times* que con un interés del 2% se podría reducir la deuda sobre el PIB al 70% en 20 años si Grecia crecía al 3%. Pero justamente lo que los inversores veían más complicado era que Grecia pudiera crecer. De hecho las previsiones indican que, después del batacazo del año pasado, el PIB griego caerá este año un 3,5%. Para despejar esta incógnita el documento habla de un Plan Marshall europeo que concedería a Grecia fon-



José García Montalvo.

## El problema ha sido la enorme cantidad de instituciones con intereses varios

dos estructurales para favorecer su competitividad y las reformas.

Para satisfacer a Alemania, el documento señala que el sector financiero ha decidido voluntariamente participar en el rescate renegociando las condiciones de los créditos comparables a las nuevas condiciones pactadas con las instituciones públicas, el canje de bonos y la recompra de activos. Este pacto podría resultar en una reducción del 20% del valor neto de la inversión inicial, para llegar a los ansiados 30.000 millones de participación privada en el rescate.

En la contingencia de que las agencias de calificación decidan que esto implica un impago, se daría flexibilidad al fondo de rescate para que pudiera inyectar dinero en los bancos con deuda griega (incluso de países que no están en programas de rescate) para evitar el contagio. Además, se garantizaría que se pudiera seguir acudiendo con deuda griega a la ventanilla de liquidez del BCE.

Y, por supuesto, se mantiene la posibilidad del BCE de continuar interviniendo en los mercados secundarios. En fin, todo un encaje de bolillos para intentar satisfacer a todos y salvaguardarse de las posibles contingencias que dicha satisfacción pudiera provocar. \*